

Neuere Entwicklungen zur Preisverantwortung des Bieters im Übernahmerecht – das Postbank-Urteil des BGH

Prof. Dr. JENS EKKENGA, Gießen*

Inhaltsübersicht

ZGR 2015, 485–506

I. Die Entscheidung	487
II. Konzeptionelle Ausgangsbetrachtung	488
1. Übernahmekonzepte	488
2. Regelungskonzepte	489
3. Das Problem der Preisverantwortung: Legitimationsdefizite und die Suche nach einem Ausweg	494
III. Die Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 WpÜG – eine Systembetrachtung	495
1. Kontrolle kraft Eigenherrschaft über fremde Stimmrechte	495
2. Kontrolle kraft geteilter Herrschaft über eigene und fremde Stimmrechte (Acting in concert)	497
3. Rechtlich gesicherte Option auf künftige Stimmherrschaft	499
IV. Eigener Lösungsvorschlag	501
1. Gleichlauf von Stimmherrschaft und Ergebnisbeteiligung als fallübergreifendes Tatbestandsmerkmal	501
2. „Stimmherrschaft“	502
3. „Ergebnisbeteiligung“	503
V. Fazit	505

Nach den Erfahrungen aus Fällen wie „Schaeffler/Continental“ und „Porsche/VW“ war die Fachöffentlichkeit schon darauf eingestellt, mit immer ausgefeilteren und phantasievolleren Übernahmeplanungen konfrontiert zu werden. Der noch laufende Prozess in Sachen „Deutsche Bank/Postbank“ führt nunmehr zurück zu den Ursprüngen. Es geht dort um jene strategischen Konzepte, die das Übernahmerecht von Anfang an beherrscht haben und die seit langem unter den Stichworten „Low Bidding“ und „Stakebuilding“ diskutiert werden. Zugleich ruft der Fall die Systemschwächen des geltenden Übernahmerechts in Erinnerung. Sie betreffen nicht zuletzt den inhaltlichen Zuschnitt der in § 30 WpÜG geregelten Zurechnungstatbestände und ihr Verhältnis zueinander. Der vorliegende Beitrag nimmt sich vor, das Urteil des II. Senats vor allem unter diesem Aspekt zu analysieren. Im Anschluss sollen Vorschläge für eine teilweise Neuinterpretation dieser umstrittenen Vorschrift entwickelt werden. Im Mittelpunkt der Betrachtung steht die in § 30 WpÜG verankerte Rechtsidee der Preisverantwortung. Sie kann dem Bieter nicht schematisch nach dem Kriterium des

* Der AUTOR ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Rechtsvergleichung an der Justus-Liebig-Universität in Gießen.

„Stimmrechtseinfluss“ zugeordnet werden; vielmehr bedarf es zusätzlich des Nachweises, dass der Bieter in der Lage ist, die wirtschaftlichen Vorteile aus seiner Stimmherrschaft zu ziehen.

After the experiences with cases such as „Schaeffler/Continental“ and „Porsche/VW“, the professional community had grown used to being confronted with ever more sophisticated and imaginative takeover projects. The still ongoing „Deutsche Bank/Postbank“ process now takes us back to the origins. At issue are the strategic concepts that have dominated takeover legislation from the beginning and that have long been discussed under the headings „low balling“ and „stake building“. This case also brings back to mind the systemic weaknesses of the current takeover legislation and, in particular, the content and arrangement of the attribution regulations of Section 30 of the German Securities Acquisition and Takeover Act (WpÜG) and their relationship to one another. This article intends to analyze the ruling of the Second Senate under this specific aspect. The analysis is followed by proposals for a partial reinterpretation of this controversial regulation. Of central concern is the legal concept of price responsibility embedded in Section 30 WpÜG. This responsibility cannot be schematically assigned to the offeror based on the criterion of „exertion of influence through the exercise of voting rights“; rather, the offeror should, in addition, be required to prove its ability to benefit economically from its voting power.

Leitsätze

1. Ist die vom Bieter im Rahmen eines Übernahmeangebots nach § 29 Abs. 1 WpÜG vorgesehene Gegenleistung nicht angemessen i. S. d. § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG, so haben die Aktionäre, die das Übernahmeangebot angenommen haben, einen Anspruch gegen den Bieter auf Zahlung der angemessenen Gegenleistung.
2. Die Referenzzeiträume der §§ 4, 5 WpÜG-AngVO verlängern sich entsprechend, wenn der Bieter bereits vor der Veröffentlichung seines Übernahmeangebots 30% oder mehr der Stimmrechte der Zielgesellschaft und damit die Kontrolle i. S. d. § 29 Abs. 2 WpÜG erwirbt und es dennoch unterlässt, ein Pflichtangebot – oder ein als freiwilliges Übernahmeangebot nach § 29 Abs. 1 WpÜG bezeichnetes Angebot – innerhalb der Frist des § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG zu veröffentlichen.
3. Eine Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG setzt voraus, dass der Bieter die wesentlichen Risiken und Chancen aus den betreffenden Aktien trägt und die Möglichkeit hat, auf die Stimmrechtsausübung des Eigentümers der Aktien Einfluss zu nehmen.
4. Eine Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG setzt voraus, dass der Bieter das Eigentum an den entsprechenden Aktien durch eine einseitige Willenserklärung ohne Mitwirkung des Vertragspartners oder eines Dritten erwerben kann; ein schuldrechtlicher Anspruch auf Über-eignung der Aktien reicht dafür nicht aus.

BGH-Urteil vom 29. Juli 2014, Az. II ZR 353/12, ZIP 2014, 1623

I. Die Entscheidung

Aufgrund einer „Nachtragsvereinbarung“ vom Januar 2009 erwarb die beklagte Deutsche Bank über eine ihrer Töchter von der Deutsche Post AG, Mehrheitsgesellschafterin der börsennotierten Postbank AG, 22,9% der Postbank-Aktien zum Stückpreis von 23,92 €, vorbehaltlich der Zustimmung der zuständigen Aufsichts- und Kartellbehörden. Dieselbe Vereinbarung sah eine Call-Option der Deutschen Bank vor, die auf weitere 12,1% der Postbank Aktien zum Stückpreis von 48,85 € lautete und der eine Put-Option der Deutsche Post AG gegenüberstand. Außerdem zeichnete die Deutsche Bank vertragsgemäß eine von der Deutsche Post AG emittierte, vinkulierte Pflichtumtauschleihe über ein drittes Paket der Postbank-Aktien in Höhe von 27,4%, Stückpreis 45,45 €. Der Paketkauf und die Optionen waren schon zuvor zu anderen Konditionen in einer „Ursprungsvereinbarung“ vom September 2008 verabredet, wegen ausstehender Restrukturierungsmaßnahmen bei der Postbank jedoch aufgeschoben worden. In diese ursprüngliche Vereinbarung waren auch Aktien einbezogen, die die Postbank im Oktober 2008 emittierte und die die Deutsche Post AG zeichnete. Im Oktober 2010 veröffentlichte die Deutsche Bank ein freiwilliges Übernahmeangebot an die übrigen Postbank-Aktionäre. Das Preisangebot lautete auf 25 € pro Aktie. Die Klägerin, Herausgeberin des Effecten-Spiegel, nahm das Angebot an. Sie nimmt die Deutsche Bank nunmehr auf Zahlung desjenigen Differenzbetrages in Anspruch, um den die mit der Deutsche Post AG vereinbarten Erwerbspreise das öffentliche Kaufangebot übersteigen. Die Klägerin hält diese Erwerbspreise u. a. deshalb für maßgeblich, weil die Deutsche Bank die Kontrollschwelle nach § 29 Abs. 2 WpÜG bereits aufgrund der im Januar 2009 vereinbarten Erwerbsrechte überschritten habe und daher nach § 35 WpÜG angebotspflichtig geworden sei. In den Vorinstanzen hatte die Klägerin keinen Erfolg. Der BGH hat das Berufungsurteil des OLG Köln aufgehoben und die Sache zurückverwiesen, weil im bisherigen Verlauf nicht hinreichend geklärt worden sei, ob und inwieweit die Stimmrechtsanteile der Deutsche Post AG kraft Zurechnung nach § 30 Abs. 2 WpÜG als Stimmrechtsanteile der Deutsche Bank zu behandeln seien¹.

1 Die Sachverhaltsangaben sind aus Raumgründen stark gekürzt und vereinfacht wiedergegeben. Außer den veröffentlichten Instanzurteilen (LG Köln, Urt. v. 29.7.2011 – 82 O 28/11, ZIP 2012, 229; OLG Köln, Urt. v. 31.10.2012 – 13 U 166/11, ZIP 2013, 1325) wurden zusätzlich verwendet: Jahresbericht der BaFin 2010 sowie die ungekürzte Fassung des erstinstanzlichen Urteils. Beide Quellen sind im Internet abrufbar.

II. Konzeptionelle Ausgangsbetrachtung

1. Übernahmekonzepte

Im Mittelpunkt der Entscheidung stehen zwei klar trennbare Themenkomplexe, nämlich die Bemessung der Übernahmevergütung nach § 31 WpÜG anlässlich eines freiwilligen Übernahmeangebotes einerseits und die zeitliche Fixierung der Angebotspflicht nach § 35 WpÜG im Hinblick auf den Erwerb eines Aktienpakets im Vorfeld des freiwilligen Übernahmeangebots andererseits. Die Fachwelt hat die Übernahme der Postbank durch die Deutsche Bank bislang vor allem im Zusammenhang mit der *Vergütungsproblematik* unter dem Etikett *Low balling* diskutiert². Bekanntlich handelt es sich dabei um eine der klassischen Übernahmestrategien, die auf Nachfragedämpfung abzielt („den Ball flach halten“): Angestrebt ist ein möglichst billiges freiwilliges Übernahmeangebot, das dem Bieter dazu verhilft, die Kontrollschwelle nach § 29 Abs. 2 WpÜG geringfügig zu überschreiten, damit er sodann – unter Beachtung der Vor- und Parallelerwerbszeiträume³ – den Rest der Aktien wiederum freiwillig und ohne Bindung an gesetzliche Preisregeln aufkaufen kann. Zu diesem Zweck schaltet der Bieter sein öffentliches Übernahmeangebot dann, wenn der gesetzlich zugrundegelegende Durchschnittskurs den aktuellen Kurs erheblich unterschreitet und damit so unattraktiv ist, dass möglichst wenige Aktionäre darauf eingehen⁴. Ob und inwieweit dieses Konzept allerdings für die Deutsche Bank während der Finanzkrise mit ihren Marktturbulenzen tatsächlich zielführend war, lässt sich von außen nicht verlässlich beurteilen.

Eine optimale Ausgangsposition für das geplante Low balling ist erreicht, wenn der Bieter schon im Vorfeld der öffentlichen Übernahme Aktien der Zielgesellschaft bis knapp unterhalb der Kontrollschwelle nach § 29 Abs. 2 WpÜG möglichst preisgünstig erworben hat – Letzteres deshalb, weil Vorerwerbe den späteren Angebotspreis nach oben beeinflussen (§ 4 WpÜG-AngVO). Der Effekt lässt sich noch steigern, wenn der Bieter ein (weiteres) Teilkontingent der Zielaktien gegen Festpreis für sich reserviert, um den Erwerbsaufwand in Vorbereitung eines freiwilligen Übernahmeangebotes zu minimieren und den Erfolg der Übernahme zu sichern. Der Weg dorthin führt über Kauf- oder Optionsverträge, die einen Anteilstransfer im Anschluss an das Übernahmeangebot ermöglichen, ohne dass der Bieter erneut angebotspflichtig wird, § 35 Abs. 3 WpÜG. Nach der Spruchpraxis der BaFin funktioniert das sogar dann, wenn sich der Resterwerb zu individuell vereinbarten Konditionen – mithin außerhalb des öffentlichen Übernahmeverfahrens –

2 Zuletzt HOPT, Europäisches Übernahmerecht, 2013, S. 46 ff; SEIBT, CFI 2011, 213, 217; BAUMS, ZIP 2010, 2374, 2376.

3 Dazu v. FALKENHAUSEN, NZG 2014, 1368, 1369.

4 Zum Ganzen ausführlich BAUMS, ZIP 2010, 2374, 2375 ff.

vollzieht⁵. Diese Methode, unter dem Etikett *Stakebuilding* ebenfalls seit langem gang und gäbe⁶ und nicht zu verwechseln mit Umgehungsstrategien wie dem *Anschleichen* durch heimliche Aufkäufe⁷, lag unverkennbar auch der Postbank-Übernahme zugrunde. Allerdings hatte die Deutsche Bank für die im Vorfeld angesammelten Postbank-Aktien sowie für die später begründeten Erwerbsoptionen atypisch hohe Preise vereinbart, so dass sie gehalten war, bei Meidung einer weiteren Verteuerung des Angebots das Verlassen der Vorwerbszeiträume abzuwarten⁸.

2. Regelungskonzepte

a) Preisbemessung

Preisregeln wie § 31 WpÜG, die eine *Gleichbehandlung* aller Marktteilnehmer auf der Nachfrageseite erzwingen und sich dazu eignen mögen, aufwandsminimierende Anbieterstrategien zu vereiteln, sind in erhöhtem Maße rechtfertigungsbedürftig. Denn Wettbewerb bedeutet preisliche *Ungleichbehandlung* im Zeitablauf; er vollzieht sich auf Kapitalmärkten, deren Transparenz den Anlegern ein kompetentes Entscheidungsverhalten ermöglicht oder, wo sie fehlt, durch das Kapitalmarktrecht hergestellt wird. Im inländischen Schrifttum wird diese Rechtfertigung – rechtspolitisch angreifbar, de lege lata aber wohl zu Recht, s. sogleich unter c) – mit der Abgeltung jener *Kontrollprämie* begründet, die den Preisaufschlag für den Erwerb eines Aktienpakets mit Beherrschungspotential abbildet⁹. Die dahinter stehende Rechtsidee des *Äquivalenzschutzes* stützt sich auf die Prämisse, dass der „Bieter“ als Nachfrager der Zielaktien seine bisherige Position als Teilnehmer am wettbewerblichen Marktgeschehen verlassen und sich der Anbieterseite in einer Weise angenähert hat, die es nach Meinung des Gesetzgebers gebietet, ihm eine besondere und – wie der Fall „Deutsche Bank“ zeigt, zuweilen recht teure – *Preisverantwortung* aufzuerlegen. Die Annäherung äußert sich nicht erst im Abschluss eines Vertrages oder in der Begründung eines vorvertraglichen Anbahnungsverhältnisses. Sie beschränkt sich vielmehr auf die Tatsache, dass der Bieter den Entschluss einer Transaktion mit dem Ziel der Übernahme gefasst

5 Eingehend VON RIEGEN, ZHR 167 (2003), 702, 719 f, 723 m. w. N.

6 Vgl. schon LIEBSCHER, ZIP 2001, 853, 855 f; aus jüngerer Zeit etwa MEYER/KIESEWETTER, WM 2009, 340; CASCANTE/TOPE, AG 2009, 53, 55.

7 Dazu etwa EMMENEGGER, FS Hopt, 2010, S. 1763 ff. Die Deutsche Bank hatte ihre Vorwerbsgeschäfte nach WpHG ordnungsgemäß publiziert. Zur Offenlegung der Übernahmeabsicht nach § 10 WpÜG s. noch unter 2.b).

8 v. FALKENHAUSEN, NZG 2014, 1368, 13670.

9 HOPT, aaO (Fn. 2), S. 53; KLEINDIEK, ZGR 2002, 546, 558 ff. Ausführliche und kritische Analyse bei BAUMS, ZIP 2010, 2374, 2382 ff.

(§§ 10, 29 ff i. V. m. 34 WpÜG) oder mindestens 30% der Anteile an der Zielgesellschaft bereits erworben hat (§§ 35, 31 i. V. 39 WpÜG).

So nonchalant diese heile Welt der Preisgerechtigkeit zunächst daherkommt, so knöchern ist die Botschaft des Gesetzgebers an denjenigen, der das alles bezahlen soll. Der (potentielle) Bieter mag zwar seine Preisverantwortung durch eine geschickte *Zeit- und Ablaufplanung* beeinflussen können, wenn und soweit es um die Rechtsfolgen eines freiwilligen Übernahmeangebotes geht. Geradezu prohibitiv wirken aber die Fallen der Pflichtangebotsregel, die der Gesetzgeber schon im Vorfeld einer strategisch vorbereiteten Übernahme aufgestellt hat. Der Postbank-Fall zeigt das ganz deutlich: Wie der *Senat* im Kern überzeugend darlegt, könnte sich der Angebotspreis zugunsten der Postbank-Aktionäre wider Erwarten beträchtlich erhöht haben, wenn die von der Deutschen Bank vorgeschalteten Einkäufe zur Erreichung der Kontrollschwelle von 30% der Stimmanteile bei der Postbank-AG und in weiterer Konsequenz zu einer frühzeitigen Angebotspflicht nach § 35 Abs. 1, 2 WpÜG geführt haben. §§ 4, 5 WpÜGAngVO erzwingen dann die preisliche Gleichbehandlung mit dem Bieter selbst (Vorerwerbsregel) bzw. mit den Handelsteilnehmern der dreimonatigen Referenzperiode, die sich unter Berücksichtigung des regulären, aufgrund des freiwilligen Übernahmeangebotes maßgeblichen Berechnungszeitraumes zu einer Gesamtperiode addiert¹⁰. Ob das auch dann zu gelten hat, wenn der Verlängerungseffekt nach dem Verlauf der Kursentwicklung zu einer Verbilligung des Angebotspreises zum Nachteil der Anleger führt, war in casu nicht entscheidungserheblich; der BGH hat die Frage offengelassen¹¹.

Zuzustimmen ist dem *Senat* auch darin, dass § 4 Satz 2 WpÜGAngVO mit seiner Verweisung auf § 31 Abs. 6 WpÜG eine Erstreckung des Berechnungszeitraumes auf die Laufzeitperiode der im Vorfeld erworbenen Erwerbsoptionen zulasten der Deutschen Bank nicht zulässt¹². Konsequenterweise hat der *Senat* den Anspruch des Effectenspiegel auf Nachzahlung der Preisdifferenz nicht aus dem Verpflichtungsgrund des § 10 Abs. 1 WpÜG, sondern aus § 35 WpÜG i. V. m. den Preisvorschriften abgeleitet¹³. Die hier aufgeworfene Frage, ob der Erwerb der Kaufoptionen zu einer planwidrigen Vorverlegung der Angebotspflicht geführt hatte, weil die Deutsche Bank über die Zurechnungsregel des § 30 WpÜG die Kontrolle über das verbandsinterne Geschehen bei

10 BGH ZIP 2014, 1623 (Leitsatz 2), 1624, Tz. 20 ff. Im Schrifttum ist die Frage umstritten, vgl. v FALKENHAUSEN, NZG 2014, 1368, 1370 f m. w. N.

11 Vgl. BGH ZIP 2014, 1623, 1626 (Tz. 35): „jedenfalls“; dazu v FALKENHAUSEN, NZG 2014, 1368, 1370 f.

12 BGH ZIP 2014, 1623, 1625 f (Tz. 30 ff) in Auseinandersetzung mit der gegenteiligen Auffassung von WACKERBARTH, der in dem Verfahren begutachtet hatte.

13 BGH ZIP 2014, 1623, 1626 (Tz. 34).

der Postbank-AG ausüben konnte, bildet das sogleich zu diskutierende Kernproblem des Falles.

b) Preisbindung kraft Veröffentlichungs- und Durchführungspflicht

Eine frühzeitige Veröffentlichungs- und Durchführungsverpflichtung der Deutschen Bank nach §§ 10, 34 WpÜG schon bei Abschluss der Optionsvereinbarungen (einschließlich Zeichnung der Pflichtumtauschanleihe) im Jahre 2009 war in dem streitgegenständlichen Verfahren kein Thema, auch nicht aus Sicht der BaFin¹⁴. Das entspricht zunächst voll und ganz der überkommenen Auffassung, wonach dem Bieter eine Entschließung zur freiwilligen Übernahme selbst dann nicht ohne weiteres unterstellt werden kann, wenn er das für einen späteren Zeitpunkt geplante Übernahmeangebot durch Anteilskäufe im kleineren Format vorbereitet¹⁵. Anders dürfte zu entscheiden sein, wenn der Bieter durch Paketkäufe frühzeitig eine feste Bindung eingeht, die – ggf. unter Einrechnung bereits gehaltener Stimmanteile – eine Erreichung der Kontrollschwelle nach § 29 Abs. 2 WpÜG erwarten lässt¹⁶. Eine solche Bindung hatten die Beteiligten offenbar zu vermeiden versucht, indem sie statt eines Paketkaufs mit hinausgeschobenem Erfüllungstermin eine kombinierte Call-/Put-Option mit nachgeschalteter Realerfüllung (Physical settlement) vereinbarten.

So weit, so gut. Durch die Investition erheblicher Mittel in eine Pflichtumtauschanleihe mit einem Andienungsrecht der Post-AG über 27,4% der Postbank-Aktien hatte aber die Deutsche Bank allem Anschein nach einen eigendynamischen, wenn nicht unumkehrbaren Entwicklungsprozess in Gang gesetzt, dem sie sich durch rechtzeitige Veräußerung der Anleihe nicht mehr entziehen konnte¹⁷. Denn nach den Vergabebedingungen war die Anleihe vinkuliert¹⁸, und in prozessualer Hinsicht wäre es Sache der beklagten Deutschen Bank, die Bereitschaft der Post-AG zur Erteilung einer Veräußerungsgestattung darzulegen. Hinzu kommt, dass die Deutsche Bank ihre in der „Nachtragsvereinbarung“ dokumentierten Erwerbsplanungen per Ad-hoc-Meldung vom 14. 1. 2009 offengelegt, also als kursrelevante Insiderinformation eingestuft hatte. Angesichts der historisch belegten Erkenntnis, dass

14 S. Jahresbericht der BaFin für 2010, S. 220 f.

15 Hierzu und zu den Hintergründen eingehend LIEBSCHER, ZIP 2001, 853, 855 ff; ferner CASCANTE/TOPE, AG 2009, 53, 54 f; weniger großzügig wohl HIRTE, Kölner Komm. z. WpÜG, 2. Aufl., 2010, § 10 Rdn. 27.

16 HIRTE, aaO (Fn. 15), § 10 WpÜG Rdn. 27; für den Fall der Selbstverpflichtung zur Angebotsunterbreitung im Zusammenhang mit sog. „Irrevocable undertakings“ auch MEYER/KIESEWETTER, WM 2009, 340, 345.

17 Anders zu Unrecht SEIBT, CFI 2011, 213, 228; BAUMS, ZIP 2010, 2374, 2376.

18 Vgl. LG Köln ZIP 2012, 229, 230.

der Gesetzgeber das Tatbestandsmerkmal „Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes“ im Lichte des § 15 WpHG konkretisiert wissen wollte¹⁹, erscheint durchaus begründungsbedürftig, warum damit nicht auch die Eintrittsschwelle des § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG erreicht war.

c) Preisbindung kraft Angebotspflicht wegen Kontrollerlangung

Die gesetzliche Zuteilung der Preisverantwortung richtet sich gem. § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG nach dem Tatbestand der Kontrollerlangung, wobei der *Zurechnung fremder Stimmrechte* nach § 30 WpÜG naturgemäß gehobene Bedeutung zukommt, wenn der Bieter ein geplantes Übernahmeangebot – wie es die Deutsche Bank getan hat – mit Hilfe vertraglich gesicherter Erwerbsoptionen vorbereitet, um sich den Zugriff auf einen Teil des Übernahmekontingents im Vorfeld zu sichern. Im Unterschied zur Preisverantwortung im Anschluss an ein freiwilliges Übernahmeangebot, das auf *Kontrollgewinnung* gerichtet ist, ist die Angebotspflicht also durch die *Kontrollinhaberschaft* i. S. d. § 29 Abs. 2 WpÜG veranlasst. Warum allerdings dieser Kontrollstatus per se eine Preisverantwortung nach sich ziehen soll, die nicht selten in eine millionenschwere Zahlungsverpflichtung mündet, ist nicht einfach zu erklären. Dies gilt umso mehr, als das Pflichtangebot als Teil des Systems vor allem diejenigen Großaktionäre trifft, die die Kontrollschwelle *ohne aktuell nachweisbare Übernahmeabsicht* oder gar *unfreiwillig* überschritten haben²⁰. Denn der Fall der *beabsichtigten* Übernahme ist in §§ 10 ff, 29 ff WpÜG erschöpfend geregelt; er zieht gem. § 35 Abs. 3 WpÜG gerade *kein* Pflichtangebot nach sich. Längst hat sich die Erfahrung eingestellt, dass die Praxis auf die Pflichtangebotsregel mit allen nur erdenklichen Vermeidungsstrategien reagiert, sofern es nicht gelingt, die BaFin zu einer Einzelbefreiung nach §§ 36 f WpÜG zu veranlassen. Die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG ist so zu einer Transaktionsbarriere ersten Ranges geworden, die anerkanntermaßen geeignet ist, wirtschaftlich sinnvolle Übernahmen zu unterbinden oder mit enormen Zusatzkosten zu belasten²¹.

Hoffnungen, dieses Paradebeispiel einer überambitionierten und womöglich gar verfassungsrechtlich angreifbaren Marktregulierung²² kraft besserer Ein-

19 Vgl. OECHSLER, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 2003, § 10 Rdn. 5 m. w. N.

20 „Passive Kontrollerlangung“, s. EKKENGA/SCHULZ, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 2003, § 35 Rdn. 22 ff.

21 Ebenso, wenngleich in der Einschätzung weniger kritisch HOPT, aaO (Fn. 2), S. 36.

22 Ausführlicher EKKENGA/SCHULZ, aaO (Fn. 20), § 35 WpÜG Rdn. 9 ff. Die h. M. in Deutschland sieht das weit weniger kritisch und verweist auf eher positive Erfahrungsberichte aus anderen europäischen Ländern, insbesondere aus Großbritannien, die freilich weniger auf die Erfassung besagter Kollateralschäden als mehr auf das Einsammeln von Daten vollzogener Pflichtangebote abzielen (eingehend HOPT, aaO (Fn. 2), S. 31 ff).

sicht bald zu den Akten legen zu können, dürften in Anbetracht der europarechtlichen Verankerung der Vorschrift bis auf Weiteres illusorisch sein²³. Das hindert aber nicht daran, bei der Deutung der Tatbestandsmerkmale, insbesondere der Zurechnungstatbestände des § 30 WpÜG eine gewisse Zurückhaltung walten zu lassen²⁴. Das Europäische Recht steht nicht entgegen, denn mit § 30 Abs. 1 WpÜG ist der deutsche Gesetzgeber über die Mindeststandards in Art. 5 der Übernahmerichtlinie weit hinausgegangen²⁵. Vor diesem Hintergrund verdient Hervorhebung, dass sich die Preisverantwortung des Bieters aus seiner Kontrollherrschaft über das Zielunternehmen nicht direkt ableiten lässt, sondern einer besonderen Rechtfertigung bedarf. So muss der Versuch von vornherein scheitern, § 35 WpÜG als ein Institut der *Konzernzugangskontrolle* in die Nähe eines Ausgleichsregimes nach dem Prinzip „Dulde und Liquidiere“ zu rücken, wie es in §§ 304, 305 AktG vorgeprägt ist. Die maßgeblichen Gründe sind an anderer Stelle eingehend dargelegt worden²⁶ und hier nicht zu wiederholen.

Nicht restlos befriedigend sind auch jene kapitalmarktrechtlichen Erklärungsansätze, die in der Kontrollprämie eine Art nachzuentrichtendes Äquivalent für die Gewinnung der Stimmherrschaft über die Zielgesellschaft erblicken. Zugrunde liegt die Vorstellung, die Anleger seien auf diese Strukturveränderung nicht vorbereitet gewesen, aus ihrer Sicht sei gewissermaßen die „*Geschäftsgrundlage*“ für ihren Eintritt in die AG entfallen²⁷. Indes: An Märkten mit hinreichender Transparenz, für deren Herstellung und Erhaltung das WpHG zuständig ist, kann es derartige Überraschungsmomente nicht geben, und an funktionsfähigen Märkten weiß der Publikumsaktionär, worauf er sich mit seinem Investment einlässt. Einzuräumen ist, dass das Marktvertrauen der Zielaktionäre ein Schutzgut an sich ist, wenn sich der neue Kontrollaktionär als kontraproduktives enfant terrible entpuppt. Um diesen Schutz herzustellen, braucht es aber kein Pflichtangebot, sondern wiederum Transparenz, die außerhalb des Übernahmerechts durch § 27 a Abs. 1 Satz 3 WpHG hinreichend gewährleistet ist. Die für die Zielaktionäre unliebsame Konsequenz mag darin bestehen, dass der Kurswert ihrer Aktien herabsinkt, und einleuchtend mag es auch sein, den Bieter dafür einstehen zu lassen²⁸. Der Weg dorthin

23 Insofern übereinstimmend HOPT, aaO (Fn. 2), S. 31 f.

24 Zutr. v. FALKENHAUSEN, NZG 2014, 1368, 1369, ebenso VON BÜLOW, Kölner Komm. z. WpÜG, 2. Aufl., 2010, § 30 Rdn. 229.

25 S. statt anderer HABERSACK/VERSE, Europäisches Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., 2011, § 11 Rdn. 17 m. w. N.

26 EKKENGA/SCHULZ, aaO (Fn. 20), § 35 WpÜG Rdn. 5 in Auseinandersetzung mit der anderslautenden h. M.

27 KLEINDIEK, ZGR 2002, 558 ff; BAUMS, ZIP 2010, 2374, 2382; BAUMS/HECKER, in: Baums/Thoma, WpÜG, Losebl. Stand: 1. Lfg. 5/04, Vor § 35 Rdn. 90 f.

28 BAUMS/HECKER, aaO (Fn. 27), Vor § 35 WpÜG Rdn. 91 f.

führt jedoch, wie oben dargelegt, nicht über § 35 WpÜG, sondern vorzugsweise über das reguläre Angebotsverfahren.

3. *Das Problem der Preisverantwortung: Legitimationsdefizite und die Suche nach einem Ausweg*

Mit der Einsicht, dass sich die Angebotspflicht nach § 35 WpÜG nicht allein schon aus der Stimmrechtskontrolle heraus legitimiert, ist erneut die Frage nach dem Anlass für die personelle Zuteilung der Preisverantwortung aufgeworfen. Die aktuelle Brisanz dieser Frage zeigt sich vor allem im Umgang mit den Zurechnungstatbeständen des § 30 WpÜG, die nicht zufällig im Zentrum des Streits um die Postbank-Übernahme standen. Die Vorschrift erweckt mancherorts den Eindruck, als ob es für die Zurechnung auf die Feststellung eines gegenwärtigen Stimmrechtseinflusses keineswegs unbedingt ankomme (vgl. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG i. V. m. § 39 WpÜG); an anderer Stelle gibt der Gesetzgeber zu erkennen, dass er die Angebotspflicht nach § 35 WpÜG nicht nur dem Inhaber der Stimmrechtskontrolle, sondern auch dem Träger der mitgliedschaftlichen Chancen und Risiken auferlegen will (vgl. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 i. V. m. § 39 WpÜG). Wie der Postbank-Fall sehr schön zeigt, birgt dieses wenig konsistente Normenprofil die Gefahr einer bedenklichen Haftungsausuferung in sich.

Anlässlich der nachfolgenden Gesamtbetrachtung soll deshalb die These vorgestellt und getestet werden, dass nach § 35 WpÜG nur angebotspflichtig sein kann, wer sowohl die Stimmherrschaft über das Zielunternehmen als auch den wirtschaftlichen Nutzen der Anteilsinhaberschaft für sich beansprucht. *Kontrollinhaberschaft und Ergebnisbeteiligung müssen sich in der Person des Bieters vereinen.* Zwar ist der kapitalmarktrechtlichen Deutung des § 35 WpÜG im bisherigen Schrifttum (s. o. unter 2.c) darin zu folgen, dass die Preisverantwortung den „zu billig“, weil ohne Entrichtung einer Kontrollprämie erworbenen Einfluss auf das Zielunternehmen ausgleichen soll. Anders als es die „Geschäftsgrundlagenthese“ nahe legt, geht es dabei aber nicht um einen Nachteilsausgleich zugunsten der Anleger – dann wäre die preisliche Gleichbehandlung nicht Rechtsfolge, sondern bloßer Selbstzweck –, sondern um die *Verhinderung eines preislichen Sondervorteils des Bieters.* Marktvor- und -nachteile müssen sich dabei keineswegs entsprechen, denn die Stimmrechtskontrolle verschafft dem Bieter einen Sondervorteil nur unter der Prämisse, dass er die Kontrolle über das Zielunternehmen *für eigene Rechnung* ausübt oder ausüben kann. Die Folgerungen für § 30 WpÜG sind weittragend; sie laufen, wie sogleich zu demonstrieren ist, durchweg auf einen restriktiven Umgang mit der Pflichtangebotsregel hinaus.

III. Die Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 WpÜG – eine Systembetrachtung

1. Kontrolle kraft Eigenherrschaft über fremde Stimmrechte

a) Unproblematische Fälle

Unproblematisch sind die Zurechnungstatbestände, in denen sich die Komponenten der Stimmherrschaft und Ergebnisbeteiligung gleichermaßen wiederfinden. Auf die Zurechnung kraft Konzernherrschaft (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 i. V. m. Abs. 3 WpÜG) trifft das grundsätzlich zu, ebenso auf die Beibehaltung der Zurechnung trotz vorübergehender Anteilsentäußerung zum Zwecke der Kreditsicherung (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG). Für den Nießbraucher i. S. d. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 WpÜG gilt nach umstrittener, aber wohl zutreffender Auffassung nichts Anderes; der zu weit gefasste Gesetzestext ist restriktiv dahin zu interpretieren, dass die Zurechnung eine Ausübungsermächtigung zugunsten des Nießbrauchers nach § 129 Abs. 3 AktG zusätzlich voraussetzt²⁹.

Auch der im „Postbank“-Fall streitgegenständliche § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG gehört hierher. Zwar erlaubt der Umstand allein, dass der Aktionär die Anteile „für Rechnung des Bieters“ hält, noch keinen zwingenden Schluss auf dessen Eigenherrschaft über das Stimmrecht. Wie der *Senat* jedoch mit Recht hervorhebt, bedarf die Vorschrift einer einschränkenden Auslegung dahin, dass der Bieter außerdem in der Lage sein muss, die Stimmrechtsausübung durch den Aktionär zu beeinflussen; nicht erforderlich ist, dass der Bieter diese Möglichkeit tatsächlich wahrnimmt³⁰. Weit trägt diese Einschränkung allerdings nicht, denn nach dispositivem Vertragsrecht muss der Aktionär, der die Stimmrechte für fremde Rechnung verwaltet, ohnehin grundsätzlich die Weisung seines Auftraggebers einholen (§§ 675 Abs. 1, 665 BGB)³¹. Insofern lässt sich behaupten, dass § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG auf das Szenario einer *weisungsgebundenen Stimmrechtsverwaltung* förmlich zugeschnitten ist. Kommt es infolge der Zurechnung zu einem Verlust von Mitgliedschaftsrechten (§ 59 WpÜG), trägt nicht der Aktionär, sondern der weisungsberechtigte Bieter das Risiko.

b) Zweifelsfälle

Anders liegt es im Falle einer *interessegebundenen, aber selbstbestimmten Stimmrechtsverwaltung* durch den Aktionär. Von einem Handeln für fremde

29 H. M.; s. statt anderer von BÜLOW, aaO (Fn. 24), § 30 WpÜG Rdn. 158 m. w. N.

30 BGH ZIP 2014, 1623, 1628 (Tz. 50).

31 Zur Verwaltungstreuhand s. in diesem Zusammenhang von BÜLOW, aaO (Fn. 24), § 30 WpÜG Rdn. 101.

Rechnung kann hier jedenfalls dann nicht mehr die Rede sein, wenn sich die Interessenbindung des Aktionärs in der nach Treu und Glauben geschuldeten Rücksichtnahme auf die Belange eines potentiellen Aktienkäufers erschöpft. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG greift dann im Vorfeld einer Unternehmensübernahme nicht ein. Das hat das Berufungsgericht überzeugend ausgeführt, und dagegen hatte der *Senat* offenbar keinerlei Einwände³². Das Berufungsgericht sah auch aufgrund der „Nachtragsvereinbarung“ zwischen der Deutschen Bank und der Post-AG keinen Anlass zu zweifeln, weil darin keine Umverteilung der Chancen und Risiken aus den Aktien stattgefunden habe, die es rechtfertigen könnte, auch das Stimmrecht aus diesen Aktien der Deutschen Bank zuzurechnen³³. Auch dem ist im Ergebnis zuzustimmen, wenn gleich hinzuzufügen ist, dass die oben beschriebene „Prämienvergütung“ vor allem auf einen *Chancenausgleich* abzielt (s. dazu noch unten IV.3.a).

Die spiegelbildliche Konstellation einer *interessengebundenen Stimmrechtsverwaltung durch den Bieter für den Aktionär* wird in erster Linie für übernahmeinteressierte Universalbanken bedeutsam, die das Depotstimmrecht für ihre Kunden wahrnehmen. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpÜG legt bei textgetreuer Auslegung eine Zurechnung nahe. Denn bekanntlich ist die Abstimmung nach ergebnisloser Aufforderung des Depotkunden zur Erteilung von Weisungen die praktische Regel. Der Depotbank deswegen die Preisverantwortung nach WpÜG aufzuerlegen, wäre nun allerdings ein seltsames Ergebnis³⁴. Die h. L. will hier Abhilfe schaffen, indem sie rundheraus behauptet, der Bank stehe wegen ihrer Bindung an das Kundeninteresse kein eigenes Ermessen zu; in den Gesetzgebungsmaterialien finden sich entsprechende Hinweise³⁵. Das ist nicht mehr als eine Verlegenheitsbegründung, denn es lässt sich schwerlich bestreiten, dass die Interessenbindung allein noch keine Ermessensreduzierung auf Null zur Folge hat. Für die Stimmrechtsausübung in Umsetzung derjenigen Abstimmungsvorschläge, die die Bank selbst unterbreitet hat (§ 135 Abs. 3 Satz 1 AktG), gilt nichts Anderes. Wiederum zeigt sich, dass die Zurechnung den Gleichlauf von Kontrollinhaberschaft und Ergebnisbeteiligung voraussetzt: Das Depotstimmrecht bleibt trotz Stimmherrschaft der Depotbank zurechnungsneutral, weil die Bank ihr Geschäft als Dienstleister, also nicht für eigene Rechnung ausübt.

32 OLG Köln ZIP 2013, 1325, 1327 ff; BGH ZIP 2014, 1623, 1629 (Tz. 58).

33 OLG Köln ZIP 2013, 1325, 1327 ff.

34 Das gilt jedenfalls für die inländischen Verhältnisse. Anders mag sich die Situation darstellen, wenn Stimmrechtsvollmachten gezielt zur Durchsetzung wirtschaftlicher Eigeninteressen eingesetzt werden, etwa im Anschluss an einen Proxy Fight nach US-amerikanischem Muster. Vgl. dazu LIEBSCHER, ZIP 2001, 853, 856.

35 Begr. RegE zum TUG, BT-Drucks. 16/2498, S. 35 unter Bezugnahme auf die Begr. RegE zum BT-Drucks. 12/6679, S. 54; dem folgend die h. L., s. statt anderer von BÜLOW, aaO (Fn. 24), § 30 WpÜG Rdn. 200 m. w. N.; wie hier dagegen DIEKMANN, in: Baums/Thoma, WpÜG, Losebl. Stand: 5. Lfg. 1/11, § 30 Rdn. 62.

Mit gleicher Begründung wird man Aktien, die eine Bank anlässlich einer *Fremdemission* zum Zweck der Weiterplatzierung gezeichnet hat und die ihr somit vorübergehend „anvertraut“ sind, trotz des weitergehenden Wortlauts in § 30 Abs. 1 Satz Nr. 6 WpÜG von der Zurechnung ausnehmen können; die Diskussion steckt noch in den Anfängen und kann hier nicht vertieft werden³⁶.

2. Kontrolle kraft geteilter Herrschaft über eigene und fremde Stimmrechte
(*Acting in concert*)

a) Bestandsaufnahme im Lichte des Postbank-Urteils

Der Tatbestand des „Acting in concert“ in § 30 Abs. 2 WpÜG sieht weitergehend eine Zurechnung auch solcher Stimmrechte Dritter vor, die in Abstimmung mit dem Bieter ausgeübt werden. Gegenstand der Abstimmung ist nach dem eindeutigen Normtext in Abs. 2 Satz 2 die *verbandsinterne Einflussnahme*. Gegenüber § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG ist die Eintrittsschranke insofern herabgesetzt, als auf das Merkmal einer einseitigen Kontrollherrschaft durch den Bieter verzichtet wird; die gemeinsame Verständigung über das Abstimmungsverhalten genügt, ebenso ein Zusammenwirken mit dem Stimmberechtigten auf vertraglicher Grundlage oder „in sonstiger Weise“. Prompt nahm der *Senat* den Tatbestand zum Anlass, das zugunsten der Deutschen Bank lautende Berufungsurteil aufzuheben. Ausschlaggebend war, obwohl sich die amtlichen Leitsätze hierzu nicht verhalten, wiederum der Aspekt der *Interessenbindung des späteren Aktienverkäufers*: Der Abschluss der „Nachtragsvereinbarung“ lasse es als möglich erscheinen, die Post habe sich „- in Konkretisierung ihrer allgemeinen Nebenpflicht, die Erreichung des Vertragszwecks nicht zu gefährden – verpflichtet . . ., von ihrem Stimmrecht nur unter Berücksichtigung der Interessen der Beklagten Gebrauch zu machen.“³⁷

b) Kritik

Das Markante an der denkbar weit gefassten Formulierung des *Senats* liegt nicht vornehmlich darin, dass in Zukunft anscheinend jede im Vorfeld vereinbarte „Interessenschutzklausel“ für eine Zurechnung nach § 30 Abs. 2 WpÜG ausreichen soll³⁸. Dass es auf die Details einer solchen Vereinbarung ankommen wird, versteht sich von selbst und musste vom *Senat* nicht extra betont

36 Ausführlicher EKKENGA/JASPERS, in: Ekkenga/Schröer, Handbuch AG-Finanzierung, 2014, Kapitel 4 Rdn. 257.

37 BGH ZIP 2014, 1623, 1629 (Tz. 60).

38 So aber KRAUSE, AG 2014, 833, 839.

werden. Auffallend ist vielmehr, dass der *Senat* die Ursprünge der zurechnungswirksamen Interessenbindung aus dem dispositiven Recht – genauer: aus dem nach Treu und Glauben geschuldeten Gebot der Rücksichtnahme – ableitet, wenn er der daraufhin vereinbarten Interessenschutzklausel lediglich eine konkretisierende Funktion beimisst³⁹. Das passt schlecht zur Ratio des § 30 Abs. 2 WpÜG, wenn es denn zutrifft, dass diese Vorschrift vor allem darauf abzielt, das Übernahmerecht gegen Umgehungsversuche abzusichern⁴⁰. Außerdem droht dem interessengebundenen Aktionär die Sippenhaft nach § 59 WpÜG: Kommt es zu einem Fehlverhalten des Bieters, wird der Aktionär mit dem Verlust seiner Mitgliedschaftsrechte bestraft, obwohl er sich – sei es mit, sei es ohne Vereinbarung einer Interessenschutzklausel – nach den Regeln des dispositiven Rechts verhalten hat.

Mit dem sehr kontrovers diskutierten Problem, ob der Zurechnungsstatbestand (auch) den *konzertierten Anteilserwerb* mit oder ohne Ansehung der verbandsinternen Einflussnahme erfasst, hat sich der *Senat* ebenso wenig beschäftigt wie die Instanzgerichte, obwohl Artt. 2 und 5 der EU-Übernehmerichtlinie darauf hindeuten, dass der Zurechnungsgrund des Acting in concert vor allem dazu bestimmt ist, die hinlänglich bekannten Techniken des *Anschleichens* durch das Aufteilen eines Aktienpakets auf mehrere Einzelakteure zu unterbinden⁴¹. Mancherorts liest man, bei richtlinienkonformer Auslegung des deutschen Übernahmerechts sei das kapitalmarktliche Abstimmungsverhalten neben dem verbandsinternen zurechnungsrelevant – dies nicht etwa, wie die Definitionsformel des § 2 Abs. 5 Satz 1 WpÜG nahe legen könnte, alternativ, sondern kumulativ⁴². Ob die Deutsche Bank daraus etwas für sich gewinnen könnte, bleibt allerdings unklar, denn offenbar war die Zeichnung der neuen Postbank-Anteile durch die Deutsche Post AG im Vorfeld der Übernahme Teil der gemeinsamen Planung⁴³.

39 Kritisch hierzu auch VON FALKENHAUSEN, NZG 2014, 1368, 1371; LÖHDEFINK/JASPERS, ZIP 2014, 2261, 2264. Nicht zu verkennen ist, dass sich die Argumentation des Senats zur Interessenbindung weniger auf die Klärung der materiellen Rechtslage als mehr auf die Folgen für das Verfahrensrecht (Substantiierungslast des Anspruchstellers) bezieht. Seine Wahl der Prämisse wirft aber die bislang so nicht gestellte Anschlussfrage auf, ob und inwieweit eine fremdnützige Interessenbindung des Aktionärs aus einem kaufvertraglichen Austauschgeschäft abgeleitet werden kann und inwieweit sie sich bereits im Vorfeld in einer „Interessenschutzklausel“ manifestiert haben muss, um eine Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG zu ermöglichen.

40 S. statt anderer VON BÜLOW, aaO (Fn. 24), § 30 WpÜG Rdn. 203.

41 GÄTSCH/SCHÄFER, NZG 2008, 846, 848.

42 HABERSACK/VERSE, aaO (Fn. 25), § 11 Rdn. 19, m. w. N.

43 Im Tatbestand des erstinstanzlichen Urteils ist davon die Rede, die neuen Aktien seien in die ursprüngliche Erwerbsvereinbarung einbezogen gewesen (in ZIP 2012, 229, 230 insoweit nicht abgedruckt).

3. Rechtlich gesicherte Option auf künftige Stimmherrschaft

a) Bestandsaufnahme im Lichte des Postbank-Urteils

Wie ein Fremdkörper mutet § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG an, der ausdrücklich die Zurechnung auch solcher Stimmrechte anordnet, über die der Bieter gegenwärtig noch gar nicht verfügt, die er aber künftig erwerben kann. Die Frage, warum und unter welchen Umständen allein schon eine Erwerbsoption dazu verhelfen soll, eine derart drastische Rechtsfolge wie die der Angebotspflicht nach § 35 WpÜG auszulösen, berührt naturgemäß die Vorfeldplanung einer jeden Übernahmestrategie nach Art des „Stakebuilding“ und gehört zu den ungelösten Rätseln des deutschen Übernahmerechts. Vom Standpunkt der h. M., die die Preisverantwortung des Bieters direkt aus seiner Stimmherrschaft ableiten will, gibt es jedenfalls keinen einleuchtenden Grund, warum die Aussicht auf eine *zukünftige Einflussnahme* auf das verbandsinterne Geschehen der Zielgesellschaft der Möglichkeit einer *gegenwärtigen Einflussnahme* gleichzusetzen sein soll. Mit dem Ziel einer *Konzerneingangskontrolle* lässt sich ein derartiger Schritt kaum begründen, solange der Anteilswechsel nicht vollzogen ist⁴⁴.

Das sieht offenbar auch der *Senat* nicht grundsätzlich anders, wenn er die Zeichnung der Pflichtumtauschanleihe durch die Deutsche Bank im Zusammenhang mit § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG für irrelevant erklärt, weil die Anleihe zwar eine Erwerbsoption verbriefe, diesen Erwerb aber nicht vorwegnehme⁴⁵. Hätte es der *Senat* dabei bewenden lassen, so hätte er sich allerdings womöglich dem Einwand einer Entscheidung contra legem ausgesetzt. Die eigentlich tragende Begründung zielt deshalb mehr auf den Versuch, das Kriterium der gegenwärtigen Beeinflussungsmöglichkeit auch auf denjenigen zu erstrecken, der sich das Stimmrecht aufgrund einer *dinglichen Anwartschaft* auf den Anteilserwerb jederzeit problemlos verschaffen kann. Auf die Deutsche Bank traf das nicht zu, eine Zurechnung kam insoweit nicht in Betracht⁴⁶.

44 Erwerbsoptionen stehen der Mitgliedschaft i. S. d. §§ 15 ff AktG nicht gleich, s. WINDBICHLER, Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 1998, § 16 Rdn. 22; KOPPENSTEINER, Kölner Komm. z. AktG, 3. Aufl., 2008, § 16 Rdn. 27 m. w. N.

45 BGH ZIP 2014, 1623, 1629 (Tz. 55). Der Senat spricht zwar von einer „Pflichtwandelanleihe“ bzw. von der „Wandlung“ in Aktien (vgl. auch ebenda Rdn. 4) und zitiert dazu die insoweit einschlägige Kommentarstelle von HABERSACK, Münchener Komm. z. AktG, 3. Aufl., 2011, § 221 Rdn. 52. In der Sache handelte es sich aber wohl um eine von der Post emittierte *Pflichtumtauschanleihe*, die auf zirkulierende Aktien der Postbank (also nicht auf neue Aktien) lauteten, s. SEIBT, CFI 2011, 213, 228.

46 BGH ZIP 2014, 1623, 1627, 1628 f (Tz. 40, 54 f).

b) Kritik

Die Unterscheidung zwischen obligatorischen und (zurechnungserheblichen) dinglichen Erwerbsoptionen deckt sich mit der Entwurfsbegründung zum WpÜG⁴⁷ und wohl auch mit der überwiegenden Ansicht im Schrifttum⁴⁸, erklärt aber den erratischen Charakter der Zurechnungsnorm nur unzureichend. Denn erstens muss der Aktionär am Anteilstransfer aus abwicklungstechnischen Gründen auch bei der dinglichen Call-Option mitwirken, so dass kaum ein merklicher Unterschied zur schuldrechtlichen Option besteht, was die Qualität der Erwerbsaussicht anbelangt⁴⁹. Zweitens wird die Nähebeziehung des Optionsberechtigten zum Zielunternehmen in der mechanisierten Welt eines organisierten Wertpapierhandels vor allem davon abhängen, ob die Kursentwicklung eine baldige Optionsausübung erwarten lässt oder nicht; auf die zivilrechtliche „Natur“ der Option kommt es dabei nicht an. Und schließlich lässt der Einwand der Klägerin aufhorchen, in den übrigen Mitgliedsstaaten der EU sei die Unterscheidung zwischen „dinglich“ und „obligatorisch“ nach Art des deutschen Abstraktionsprinzips weitgehend unbekannt und widerspreche daher dem Ziel der Rechtsangleichung nach Maßgabe von Art. 5 der EU-Übernehmerichtlinie. Dieses in der Kommentarliteratur bislang nicht berücksichtigte Argument hätte eine ausführlichere Diskussion verdient. Der knappe Hinweis des *Senats*, auch nach den anderen europäischen Rechtsordnungen sei der „Eigentumserwerb“ ausschlaggebend⁵⁰, wird durch einen Blick über die Grenze nicht bestätigt. So genügt im Vereinigten Königreich, dem „Mutterland“ des Pflichtangebots, eine Kaufoption für die Annahme des Kontrollerwerbs selbst dann, wenn sie nur auf Barausgleich gerichtet ist⁵¹. Ob derartige Divergenzen im Hinblick auf die Öffnungsklausel in Art. 5 Abs. 3 der Richtlinie unschädlich sind oder ob sie das Ziel der Rechtsangleichung über den Tatbestand des „mittelbaren“ Kontrollerwerbs i. S. d. Art. 5 Abs. 1 der Richtlinie tangieren, ist eine noch offene Frage.

47 Begr RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 54.

48 Für die h. M. s. SEIBT, CFI 2011, 213, 228 m. w. N.; a. A. etwa SCHNEIDER, in: Assmann/Schneider, WpÜG, 2. Aufl., 2013, § 30 Rdn. 114 ff; KARL, CFI 2010, 204, 205; MEILICKE/MEILICKE, ZIP 2010, 558, 561.

49 Dazu VON RIEGEN, ZHR 167 (2003), S. 702, 722 f.

50 BGH ZIP 2014, 1623, 1627 (Tz. 37).

51 VON BÜLOW, aaO (Fn. 24), § 29 WpÜG Rdn. 9.

IV. Eigener Lösungsvorschlag

1. Gleichlauf von Stimmherrschaft und Ergebnisbeteiligung als fallübergreifendes Tatbestandsmerkmal

Nach der vorstehenden Bestandsaufnahme besteht weitgehend Konsens darüber, dass die Preisverantwortung des Bieters wenn nicht die Stimmberechtigung, so doch die *Stimmherrschaft* über das Zielunternehmen voraussetzt. In den Zurechnungsfällen gilt das auch dort, wo der Gesetzestext zu der Frage schweigt (s. o. unter III.1.a) zu § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG sowie zu § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 WpÜG). Ob es sich um eine nur mittelbare Stimmherrschaft handelt, die der Bieter – wie in den Konzernfällen, § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG – über die Fernsteuerung eines Dritten ausüben kann, ist nicht ausschlaggebend. Ebenso wenig kommt es darauf an, ob der Bieter sein Einflusspotential tatsächlich nutzt; entscheidend ist die *Möglichkeit der Einflussnahme*. Insofern fügt sich auch der Zurechnungsgrund nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG ein, der eine *künftige Einflussnahme* genügen lässt. Welches Gewicht der gemeinschaftlichen Einflussnahme i. S. d. § 30 Abs. 2 WpÜG unter dem Regime der EU-Übernehmerichtlinie zukommt, bedarf allerdings noch der Klärung (s. o. unter III.2.b).

Allein die Stimmherrschaft vermag die Belastung des Bieters mit der Preisverantwortung unter Gleichbehandlungsaspekten jedoch nicht zu rechtfertigen. Hinzukommen muss vielmehr eine wirtschaftliche Beteiligung des Bieters an den Herrschaftsfolgen. § 30 WpÜG bringt das allerdings nur punktuell zum Ausdruck, so in den Fällen des § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2. Fehlt es an der Beteiligungskomponente, kommt eine Zurechnung fremder Stimmanteile auch dort nicht in Betracht, wo der Normtext dies zulässt (s. o. unter III.1.b). Die Ergebnisbeteiligung bezieht sich dort, wo die Zurechnung an eine aktuelle Stimmherrschaft anknüpft, auf die *verbandsinternen Folgen der Stimmrechtsverwaltung*. Bei Erwerbsoptionen, die eine Zurechnung wegen der Aussicht auf eine künftige Stimmherrschaft nach sich ziehen (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG), ergibt das indes keinen Sinn. Anlass für einen Preisausgleich ist hier die Teilnahme des Bieters an den *kapitalmarktlichen Folgen* dieser Erwerbsaussicht, die sich in einem Preisvorteil gegenüber den übrigen Aktionären äußern. Das hat das OLG Köln in der Berufungsinstanz mit Recht hervorgehoben⁵².

52 OLG Köln ZIP 2013, 1325, 1327.

2. „Stimmherrschaft“

a) Tatbestandsübergreifende Anforderungen

Die Position des Bieters muss sich, wie sich auch in § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG andeutet, beim Anteilsinhaber als *Weisungsbindung* auswirken. Die weisungsunabhängige, nur durch eine *Interessenbindung* eingeschränkte Eigenverwaltung des Stimmrechts begründet hingegen keine Stimmherrschaft des Schutzadressaten. Das ist im Schrifttum weitgehend unstreitig⁵³ und dürfte unabhängig davon gelten, ob sich die Stimmherrschaft in einer hierarchischen oder – wie beim Acting in concert nach § 30 Abs. 2 WpÜG – in einer kooperativen Einflussnahme auf das Geschehen in der Zielgesellschaft äußert. In den Fällen des acting in concert genügt eine *Bindung kraft einvernehmlicher Festlegung* (etwa aufgrund einer Abstimmungsvereinbarung) oder gemeinsamer Verständigung.

Zu Dauer und Intensität der Einflussnahme äußert sich das Gesetz nur punktuell. So dürfte die Beschränkung in § 30 Abs. 2 Satz 1, 2. HS WpÜG, wonach „*Vereinbarungen in Einzelfällen*“ vom Tatbestand des Acting in concert ausgenommen sind, auf langfristig wirkende Rahmenabkommen im Vorfeld eines Übernahmeangebots kaum zutreffen⁵⁴. Auch die Beschränkung des kooperativen Zusammenwirkens auf einen bloßen *Zustimmungsvorbehalt* dürfte für ein Acting in concert mit dem Ziel, dauerhafte und erhebliche Änderungen in der Zielgesellschaft zu bewirken, nicht ausreichen⁵⁵. Der Tatbestand des Zusammenwirkens *in sonstiger Weise* scheint andererseits weit genug gefasst, um auch Abstimmungsvorgänge zwischen Bieter und Zielgesellschaft in die Gesamtbewertung einfließen zu lassen – vorausgesetzt, dass sich die Vereinbarung unter den Aktionären darauf bezieht⁵⁶. Der Tatbestand des erstinstanzlichen Urteils deutet eine derartige Konstellation an, wenn es dort heißt, dass die Deutsche Bank und die Post-AG die „Ursprungsvereinbarung“ für einige Wochen auf Eis gelegt hatten, bis „eine vertragliche Restrukturierung abgeschlossen“ war⁵⁷.

b) Insbesondere: Interessenschutzklauseln im Vorfeld eines Übernahmeangebots

Welche Interessenschutzvereinbarungen zwischen Bieter und Paketaktionär ein Acting in concert begründen können, bleibt auch nach der Postbank-Ent-

53 LÖHDEFINK/JASPERS, ZIP 2014, 2261, 2264 m. w. N.

54 LÖHDEFINK/JASPERS, ZIP 2014, 2261, 2264.

55 VON BÜLOW, aaO (Fn. 24), § 30 WpÜG Rdn. 233.

56 VON BÜLOW, aaO (Fn. 24), § 30 WpÜG Rdn. 293 f.

57 LG Köln ZIP 2011, 229, 230; ergänzend die ungekürzte Fassung auf S. 2, in ZIP aaO nicht abgedruckt.

scheidung des BGH vorläufig offen. Die Beratungspraxis steht damit vor der misslichen Situation, dass jene Demarkationslinie, die das juristische Vorfeld einer Übernahme vom Minenfeld der Pflichtangebotsregeln nach §§ 35 ff WpÜG trennt, auf absehbare Zeit im Nebel diffuser Deutungs- und Präzisierungsversuche verschwunden sein wird. Die Alternative hätte darin bestanden, die Tauglichkeit solcher Interessenschutzklauseln für § 30 Abs. 2 WpÜG überhaupt zu verneinen und die Stimmherrschaft des Schutzadressaten allein nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG zu beurteilen. Dazu hat sich der *Senat* leider nicht durchringen können. Dabei sprechen gute Gründe für die Annahme, dass sich die Abstimmung mit dem Ziel der Verhaltenskoordination stets auf *zwei Stimmrechtspakete* beziehen muss, während die Einflussnahme kraft Interessenbindung *ein und dasselbe Stimmrechtspaket* betrifft, dessen Inhaber an dem Abstimmungsvorgang zwar formal, nicht aber wirtschaftlich beteiligt ist. Dass § 30 Abs. 2 WpÜG auf die zweite Konstellation nicht passt⁵⁸, zeigt auch die Anschlussüberlegung, dass bei einer Verhaltensabstimmung über ein und dasselbe Stimmrecht regelmäßig eine Gesellschaft gegründet sein wird, die ihrerseits alleiniger Kontrollinhaber ist, so dass es einer Zurechnung gar nicht bedarf.

3. „Ergebnisbeteiligung“

a) Verbandsinterne Sondervorteile

Zurechnungserheblich sind nach den Ausführungen des *Senats* „die Risiken und Chancen einer Veränderung des Börsenkurses, die Chancen einer Dividendenzahlung und das Insolvenzrisiko der Zielgesellschaft“⁵⁹. Das entspricht dem bisherigen Meinungsbild im Schrifttum⁶⁰, erscheint aber zu undifferenziert: Da die Preisverantwortung auf den Ausgleich eines Sondervorteils abzielt, kommt es in erster Linie auf diejenige *Chancenbeteiligung* an, die sich der Bieter mit der *gegenwärtig vorhandenen Stimmherrschaft* verschafft. Die Insolvenzgefahr ist demgegenüber sekundär, denn „Paketzuschläge“ oder „Kontrollprämien“ werden nicht für Risiken gezahlt. Außerdem dürfen verbandsinterne und –externe Erfolgskomponenten nicht in einen Topf geworfen werden. Im Regelfall ist der *verbandsinterne Sondervorteil* ausschlaggebend. Er hat zur Folge, dass der Bieter marktliche Preisvorteile nach den Durch-

58 So mit Recht WACKERBARTH, Münchener Komm. z. AktG, 3. Aufl., 2011, § 30 WpÜG Rdn. 49; a. A. VERSE, Der Konzern 2015, 1, 7.

59 BGH ZIP 2014, 1623, 1628 (Tz. 49) zu § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG.

60 S. statt anderer SÜSSMANN, in: Geibel, WpÜG, 2. Aufl., 2008, § 30 Rdn. 6; LÖHDEFINK/JASPERS, ZIP 2014, 2261, 2263; für § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG auch BaFin, Emittentenleitfaden, Anm. VIII.2.5.2, abgedruckt bei KÜMPEL/HAMMEN/EKKENGA, Kapitalmarktrecht, Kenn-Nr. 600.

führungsregeln des WpÜG ausgleichen muss; anderenfalls wäre die preisliche Gleichschaltung nicht Rechtsfolge, sondern Selbstzweck (s. o. unter II.3.). Die Erzielung *preislicher Sondervorteile* kann die Zurechnung jedoch ausnahmsweise dort auslösen, wo das Gesetz die künftige Stimmherrschaft ausdrücklich genügen lässt, also in den Fällen des § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG (dazu s. sogleich unter b).

Für den Gleichlauf von Stimmherrschaft und Ergebnisbeteiligung ist nach alledem – insoweit ist dem *Senat* zuzustimmen – vor allem die *Dividendenbeteiligung* des Bieters maßgeblich; auf weiter entfernte Beteiligungsoptionen, etwa auf die Gewinnabführung im Anschluss an einen nachgeschalteten Unternehmensvertrag, kommt es nicht an⁶¹. Grundlage der Beteiligung wäre eine entsprechende Erstattungsübereinkunft zwischen Post-AG und Deutscher Bank, die das Merkmal „für fremde Rechnung“ i. S. d. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG ausfüllt. Allein die Zusage der Deutschen Post, ihr Stimmrecht bis zur Einlösung der Erwerbsoptionen so auszuüben, dass die Gewinne im Zielunternehmen verbleiben, dürfte hingegen nicht ausreichen. Solche singulären Abstimmungsvorgänge begründen insbesondere kein Acting in concert nach § 30 Abs. 2 WpÜG⁶².

b) Preisliche Sondervorteile

Die Erzielung eines Preisvorteils mit Hilfe von Erwerbsoptionen auf Aktien gelingt während einer Hausse, wenn der Kassakurs über den optionsvertraglich vereinbarten Basispreis klettert. Das gilt nicht nur für Finanzprodukte mit angeschlossenem Barausgleich (Cash settlement), sondern auch für Optionen, deren Ausübung – wie bei den Erwerbsrechten der Deutschen Bank – einen realen Anteilstransfer (Physical settlement) zur Folge hat. Dieser Spekulationsgewinn ist aber kein Sondervorteil i. S. d. Übernahmerechts, solange sich ein Sachzusammenhang mit der Kontrollübernahme, der einen Preisausgleich nach dem Äquivalenzgedanken rechtfertigt, nicht darstellen lässt (s. o. unter II.2.a). Bei einem Paketkauf unterhalb der Eintrittsschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG gibt es einen solchen „Vergütungszusammenhang“ nicht, wie *Baums* schon vor Jahren in seiner eingehenden Analyse des Low balling und Creeping in nachgewiesen hat⁶³. Nichts anderes kann normalerweise für Optionsgeschäfte gelten, die dem Bieter zwar ein weiterreichendes Anteilsvolumen in Aussicht stellen, die aber an den aktuellen Herrschaftsverhältnissen in der Zielgesellschaft (noch) nichts ändern. Eine Zurechnung gem. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG lässt sich in weiterer Konsequenz nurmehr dann in Betracht

61 Weniger restriktiv offenbar BaFin aaO (Fn. 60).

62 So auch neuerdings die ESMA in ihrer Verlautbarung einer „White List“ vom 12. 11. 2013, S. 6; anders wohl implizit BGH ZIP 2014, 1623, 1628 (Tz. 52 a. E.).

63 BAUMS, ZIP 2010, 2374, 2382 f.

ziehen, wenn die Anleger den erst bevorstehenden Kontrollwechsel in der Zielgesellschaft nachweislich positiv werten, so dass die Kontrollprämie in den ansteigenden Börsenkurs „eingepreist“ ist. Dann allerdings lassen sich schuldrechtliche Optionen schwerlich ausklammern (s. o. unter III., 3., b); insofern bergen Call-Optionen wie die der Deutschen Bank aus Sicht des Bieters ein höheres Risikopotential als etwa die Vereinbarung von Aktienverkäufen für den Fall eines geplanten Übernahmeangebotes, sog. Irrevocable undertakings⁶⁴.

Im „Postbank-Fall“ lagen die Dinge aber atypisch, weil die Deutsche Bank in Zeiten *fallender Kurse* aus Gründen, die letztlich mit den Turbulenzen der Finanzkrise zu tun hatten, einen Erwerbspreis deutlich *über* Marktniveau vereinbart hatte⁶⁵. Soweit sich das von außen beurteilen lässt, dürfte die Struktur einer kombinierten Call- und Putoption denn auch vor allem bezweckt haben, einem gestreckten Paketkauf mit der möglichen Konsequenz einer verfrühten Durchführungspflicht nach §§ 10 ff, 34 WpÜG aus dem Wege zu gehen (s. o. unter III.2.b). Der Effectenspiegel hatte daraufhin seinen Anspruch nicht nach den zurückliegenden Börsennotierungen berechnet, sondern sich auf die Preisvereinbarungen aus den Optionsgeschäften der Deutschen Bank mit der Post-AG berufen. Nach den Ausführungen des *Senats* lässt sich aus § 4 WpÜG-AngVO i. V. m. § 31 Abs. 6 Satz 1 WpÜG in der Tat ableiten, dass der Vorerwerb einer Kaufoption selbst dann preisbemessungserheblich sein kann, wenn diese Option die Preisverantwortung des Bieters nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG überhaupt erst auslöst⁶⁶. Dass ein solches Ausgleichssystem während einer Baisse leicht in ein „Rosinenpicken“ ausarten kann, zeigen die (allerdings recht weit hergeholten) Versuche des Effectenspiegel, die Bemessungsgrundlage über eine Uminterpretation des § 4 WpÜG-AngVO auf einen ihm günstigen Referenzzeitraum vorzuverlegen (s. o. II.2.a).

V. Fazit

Mit der Zurechnung fremder Stimmanteile nach § 30 Abs. 1 WpÜG hat sich der deutsche Gesetzgeber nicht zum ersten Mal als europäischer Musterschüler präsentiert, der gern einmal über das Ziel einer EU-weiten Mindestreglementierung hinausschießt. Die Qualität der handwerklichen Umsetzung wird indes den selbst gesteckten Erwartungen nicht gerecht: Wie das Postbank-Urteil des BGH plastisch vor Augen führt, ist der Kriterienkatalog der Vorschrift weder in sich stimmig formuliert noch ausreichend mit dem Tatbestand des

64 Bei ihnen richtet sich der Erwerbspreis grundsätzlich nach den Übernahmeregeln, vgl. VON RIEGEN, ZHR 167 (2003), 702, 712, 715, 717.

65 Vgl. KRAUSE, AG 2014, 833, 836.

66 Vgl. BGH ZIP 2014, 1623, 1626 (Tz. 35).

Acting in concert nach § 30 Abs. 2 WpÜG abgestimmt. Jüngstes Indiz der hierdurch ausgelösten Rechtsunsicherheit ist die Arbeit mit gebietsfremden Topoi wie dem der „Interessenbindung“, die der Paketaktionär mit dem hinausgeschobenen Verkauf seiner Anteile an den (nachmaligen) Bieter auf sich nimmt und die dessen Stimmherrschaft über die Anteile begründen soll. Die Grenzlinie zur Preisverantwortung, die die Pflichtangebotsregelung des § 35 WpÜG dem Bieter auferlegt, wird dadurch unvertretbar verwässert. Dem lässt sich abhelfen, indem man den Bieter mit der Preisverantwortung nur dann belastet, wenn er an den Ergebnissen seiner Stimmherrschaft selbst partizipiert (Gleichlauf von Stimmherrschaft und Ergebnisbeteiligung).